

2019年03月04日

证券研究报告·公司研究报告

国投资本(600061) 非银金融

买入(首次)

当前价: 13.25元

目标价: 18.80元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

聚焦机构潜力大，强化投研服务强

投资要点

- 推荐逻辑:** 国投资本背靠国投集团和投保基金两大股东，金融资源和产业资源极为丰富，内部协同发展优势明显。公司多年来深耕机构客户业务，积累了丰富的中小企业服务经验。公司投行保荐代表人数量多达150人，项目储备丰富，主承新三板挂牌企业数量多达534家，排名市场第二位，未来有望直接受益科创板政策红利，带来业务增量。同时，公司子公司外部合作股东有泰康人寿、瑞银集团等投研优势机构加持，能够最大程度开发主动管理产品，提升投研服务能力。最后，公司合规风控能力突出，券商评级连续10年保持A级及以上，开展创新业务的政策约束较小，未来增长潜力巨大。
- 机构业务:** 在2018年市场成交量和佣金费率双双下滑的背景下，公司深耕机构客户，提升客户粘性和附加价值，在保证佣金费率高于市场均值的前提下，使经纪业务市场份额稳定在3%左右。投行业务在经历了2018年的强监管和严审核低谷后，虽然收入同比下滑六成，但仍积累了极为丰富的项目资源，在中小企业服务领域明显领先市场。未来有望受益科创板市场设立，通过内部挖潜来提高项目资源转化效率，带动机构业务整体回暖。
- 投研业务:** 公司在发展投研业务方面具有传统优势。股东国投集团作为国有最大的投资控股集团，管理规模过万亿元，积累了丰富的金融和实业投资经验。在子公司引入了外部投研优势机构之后，公司主动管理能力得到进一步提升。其中，资管主动管理产品占比达到27%，集合信托占比达到37%，均为近年最高水平，标志着公司在资产管理和财富管理方向上取得突破性进展。随着市场交投情绪回暖，场外资金流入规模扩大，公司主动投研优势有望得到充分发挥，为业绩长期稳定增长奠定扎实基础。
- 盈利预测与投资建议。** 预测2018年至2020年国投资本的归母净利润复合增长率为27%，基本每股收益分别为0.35元、0.45元和0.57元。当前公司PB 1.5X，从中长期来看向上空间巨大。考虑未来市场氛围转好，成交量能大概率企稳回升，而在科创板规则正式落地后，相关券商投行业务将直接受益，公司有望突破估值中枢，实现长期价值增长。我们给予公司2019年2.0倍PB估值，对应目标价格为18.8元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示:** 股市波动风险；券商减值计提或超预期；资本市场改革政策推进或不达预期；合规风控风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	10333.86	8409.11	9780.48	11003.61
增长率	-47.77%	10.86%	-18.63%	16.31%
归属母公司净利润(百万元)	2589.69	1486.40	1917.31	2394.32
增长率	-11.65%	-42.60%	27.41%	14.99%
每股收益EPS(元)	0.61	0.35	0.45	0.57
净资产收益率ROE	7.13%	4.01%	4.83%	5.73%
PE	21.6	37.7	29.2	23.4
PB	1.54	1.51	1.41	1.34

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

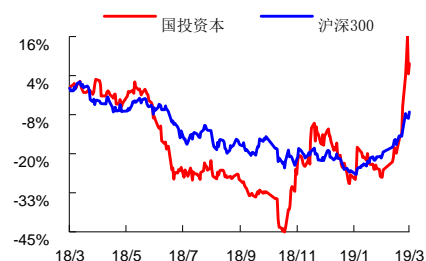
分析师: 郎达群

执业证号: S1250517070003

电话: 010-57758623

邮箱: ldqun@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	42.27
流通A股(亿股)	41.74
52周内股价区间(元)	6.8-14.28
总市值(亿元)	560.09
总资产(亿元)	1,606.05
每股净资产(元)	8.67

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概况：股东资源丰富，业务实力雄厚	1
2 安信证券——聚焦机构业务，强化主动管理	4
2.1 经纪业务——机构客户占比提升，市场份额保持平稳.....	4
2.2 信用业务——整体规模平稳，风控能力突出	6
2.3 投行业务——深耕机构客户，加快促进转型	7
2.4 资管业务——规模保持平稳，主动管理占比提升	9
3 其他板块	10
3.1 国投泰康信托——借助股东优势资源，打造国内精品信托.....	10
3.2 国投瑞银基金——强化主动开发，布局多元产品线.....	12
4 盈利预测与估值	13
4.1 主营业务盈利预测	13
4.2 相对估值法	14
5 风险提示	14

图 目 录

图 1: 国投集团旗下业务	1
图 2: 国投资本参控股子公司股权关系	2
图 3: 2018H 公司主营业务收入结构	3
图 4: 2018H 公司主营业务净利润贡献情况	3
图 5: 公司资产规模扩张情况 (单位: 亿元)	3
图 6: 公司业绩增长情况 (单位: 亿元)	3
图 7: 公司代理买卖证券款客户情况 (单位: 亿元)	5
图 8: 安信证券营销网点持续扩张 (单位: 个)	5
图 9: 近五年年券商股基成交额变动趋势 (单位: 亿元)	5
图 10: 公司股票成交量及市场份额变化	5
图 11: 公司经纪业务收入及佣金率变化情况 (单位: 亿元)	6
图 12: 行业经纪业务收入及佣金率变化情况 (单位: 亿元)	6
图 13: 公司融资融券余额变化情况 (单位: 百万元)	6
图 14: 公司股票质押回购业务规模持续提升 (单位: 百万元)	6
图 15: 行业股权融资规模	8
图 16: 2018 年券商 IPO 审批情况 (单位: 亿元)	8
图 17: 安信证券历年股权承销情况 (单位: 亿元, 只)	8
图 18: 安信证券债券募资规模和数量 (单位: 亿元, 只)	8
图 19: 公司资产管理收入及规模变化情况 (单位: 百万元)	10
图 20: 公司主动管理规模占比持续提升	10
图 21: 国投泰康信托股东结构关系	10
图 22: 公司信托资产变化情况 (单位: 亿元)	10
图 23: 国投泰康信托分类占比情况 (单位: 亿元)	11
图 24: 国投泰康信托营收净利增长情况 (单位: 亿元)	11
图 25: 国投泰康信托资产结构情况 (单位: 亿元)	11
图 26: 国投泰康信托报酬率变化情况	11
图 27: 国投瑞银基金业绩经营情况 (单位: 亿元)	12
图 28: 国投瑞银基金公募管理数量及规模	12
图 29: 最近三年国投资本市净率变化情况	14
图 30: 上市券商估值水平横向对比	14

表 目 录

表 1：2018 年三季报前十大股东情况	1
表 2：安信证券业务指标行业排名	4
表 3：2018 年券商股票质押排名情况	7
表 4：安信证券新三板挂牌项目数量及企业经营状况	9
表 5：国投资本分项业务盈利预测（单位：百万元）	13
附表：财务预测与估值	15

1 公司概况：股东资源丰富，业务实力雄厚

国投资本是一家以打造国内一流央企金控平台为目标的上市公司，业务范围覆盖证券、信托、基金、期货、资管、保险等多个金融领域。公司前身为 1997 年上市的中纺投资，2015 年，公司通过发行股份购买资产完成对安信证券的收购，同时整体出售纺织资产，实现由纺织业到金融证券业的成功转型，并由“中纺投资发展股份有限公司”更名为“国投安信股份有限公司”。2017 年 1 月，公司完成收购国投资本控股有限公司 100% 股权，新增信托、基金、保险等金融牌照，并于 2017 年 12 月更名为“国投资本股份有限公司”。

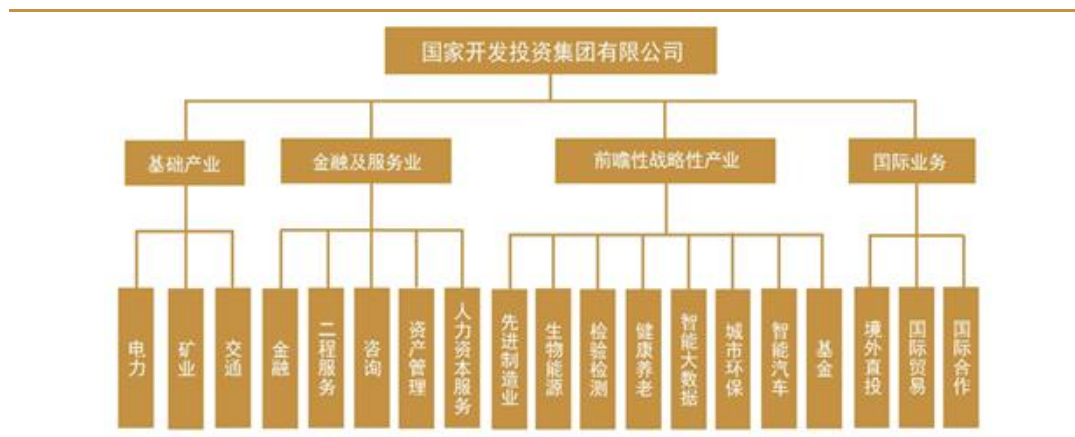
表 1：2018 年三季度报前十大股东情况

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	国家开发投资集团有限公司	1,759,233,191	41.62
2	中国证券投资者保护基金有限责任公司	760,307,066	17.99
3	深圳市远致投资有限公司	252,725,044	5.98
4	中国国投国际贸易有限公司	154,423,617	3.65
5	中国证券金融股份有限公司	126,391,457	2.99
6	青岛国信资本投资有限公司	106,595,602	2.52
7	中铁二十二局集团有限公司	61,167,807	1.45
8	国新央企运营投资基金管理（广州）有限公司—国新央企运营（广州）投资基金（有限合伙）	54,963,361	1.3
9	广发基金—浦发银行—广东粤财信托—粤财信托·粤盛 2 号单一资金信托计划	54,497,001	1.29
10	厦门恒兴集团有限公司	53,497,668	1.27
	合 计	3,383,801,814	80.06

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司控股股东国投公司是国内最大的国有投资控股公司和 51 家国有重要骨干企业之一，是首批央企改组国有资本投资公司试点企业，连续 13 年在国务院国资委年度经营业绩考核中荣获 A 级。国投公司旗下拥有 4 家 A 股上市公司（国投资本、国投电力、国投中鲁、中成股份）和 1 家港股上市公司（华联国际），100 余家控股投资企业，2018 年三季度末总资产 5473.5 亿元，管理资产规模超过万亿元。国投公司逐步构建起基础产业、前瞻性战略性新兴产业、金融及服务业和国际业务四大战略业务单元。公司下属各金融企业可为国投公司其他产业等提供全方位的金融服务，与实业板块实现产融结合发展。

图 1：国投集团旗下业务



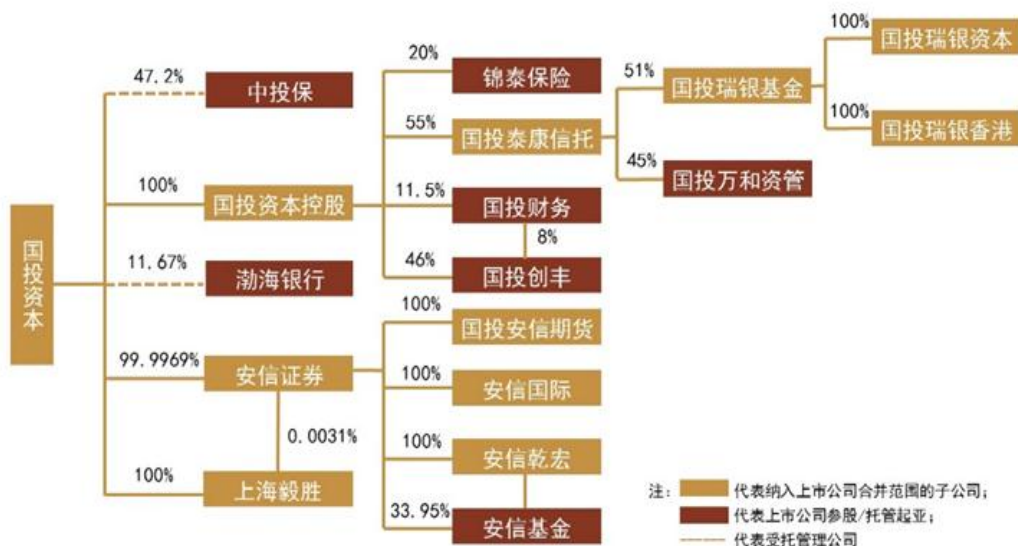
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司第二大股东为中国证券投资者保护基金有限责任公司，于 2005 年由国务院独资设立，中国证监会负责管理，主要负责筹集、管理和运作证券投资者保护基金；监测证券公司风险，参与证券公司风险处置工作等投资者保护工作，为公司运营提供风险管控支持。

第三大股东为深圳市远致投资有限公司，是深圳市国资委资本运作专业平台公司，以产业基金为工具，通过并购重组、市值管理和股权投资等进行资本运作。大股东与公司可以在资源共享、风险管理、资金与项目深度合作方面给予公司有力支持。公司子公司的合作股东分别为泰康保险及瑞士银行，两家公司均拥有强大的资金实力和丰富的资产管理客户资源，未来将在客户引流、资管业务及新增金融牌照领域为公司提供多方面支持。

公司主营业务结构：依靠丰富的股东资源和雄厚的资本实力，公司构建出覆盖证券+信托+基金+期货等多元化的央企上市综合金融服务平台。公司控股安信证券、国投资本控股、国投泰康信托、国投瑞银基金、国投安信期货等，参股锦泰财险、国投财务公司、安信基金、国投创丰等，受托管理渤海银行、中投保。

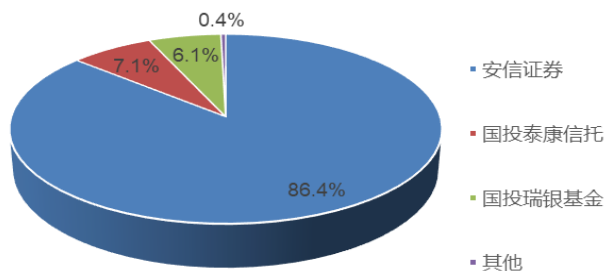
图 2：国投资本参控股子公司股权关系



数据来源：公司公告、西南证券整理

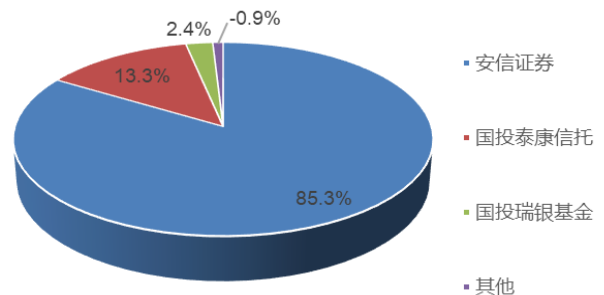
公司业务结构趋向于多元化、均衡化方向发展。截至 2018 年 6 月底，安信证券收入占比 86.4%，国投泰康信托、国投瑞银基金的占比分别为 7.1%、6.1%；而在利润贡献方面，虽然证券业务受 18 年行情因素影响利润占比有所回落，但仍以 85.3% 牢牢占据主导地位；信托业务在主动管理转型战略引导下，业绩贡献占比达到 13.3%；基金业务受资本市场行情波动，业绩贡献降至 2.4%。

图 3：2018H 公司主营业务收入结构



数据来源：公司公告、西南证券整理

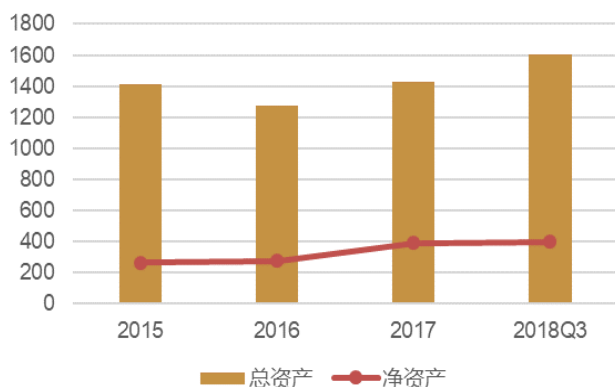
图 4：2018H 公司主营业务净利润贡献情况



数据来源：公司公告、西南证券整理

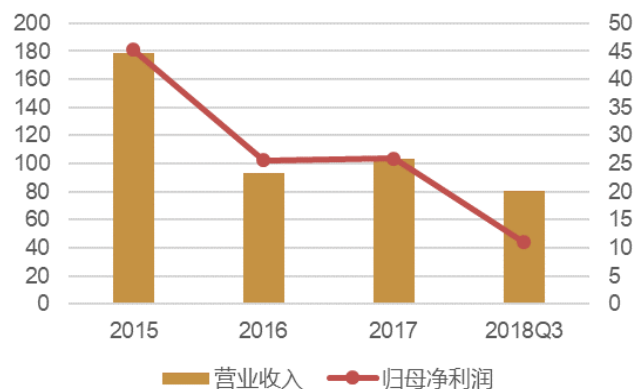
公司经营业绩状况：国投资本自 2015 年借壳上市以来，借助央企金控平台在资源协同方面的优势稳步扩张。截止到 2018 年三季度末，国投资本资产规模突破 1600 亿元，净资产逼近 400 亿元，较 2015 年增长逾 1.5 倍。经营业绩方面，在过去三年由于公司主营业务集中在资本市场方向，所以受市场行情和监管政策影响波动较大。其中，证券业务和基金业务在经历了 2015 年的股债双牛行情之后，受行情下跌，成交量萎缩等因素冲击，业绩下滑较大；信托业务在金融去杠杆政策监管环境影响下，规模扩张受限，但公司积极转型主动管理，业绩贡献保持稳定。截止到 2018 年三季度，公司累计实现营业收入 80.56 亿元，同比增长 10.19%；实现归母净利润 10.98 亿元，同比下降 43.03%。

图 5：公司资产规模扩张情况（单位：亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

图 6：公司业绩增长情况（单位：亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

2 安信证券——聚焦机构业务，强化主动管理

证券公司作为资本中介机构，其发展壮大离不开雄厚的资本金支持。而安信证券作为国投资本的核心子公司，在其经营拓展过程中得到了公司在资本金方面的大力支持。在 2015 年 3 月和 2017 年 10 月，国投资本先后两次定增共计 140 亿元用于补充安信证券资本金和运营资金，大大充实了安信证券的资本实力，使公司的业务发展突破了资本金瓶颈，各项指标均处于行业上游。

安信证券凭借自身在投资研究、机构业务、风险管理等方面的优势在波诡云谲的资本市场当中占据一席之地，在股基成交量、两融余额、资管主动管理规模、股权融资规模等指标上处于行业上游，尤其在新三板挂牌和期权期货业务方面处于行业前列，在累计挂牌项目数量和期货成交单数方面分别排市场第二位和第三位。同时，得益于公司持续强化风险管控，坚守风险底线，公司在证监会的券商分类评级中连续 10 年保持 A 类 A 级以上评级，展现出优秀的风控合规能力。

表 2：安信证券业务指标行业排名

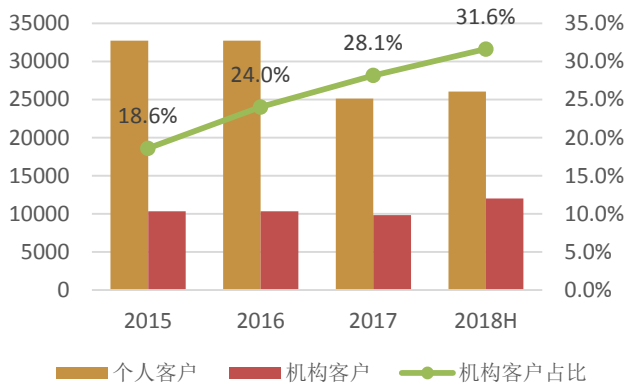
业务排名	2015	2016	2017	2018H
总资产	14	17	18	16
净资产	16	18	17	17
净资本	13	21	14	13
营业收入	14	11	13	15
净利润	15	12	14	14
经纪业务	14	11	14	13
信用业务	11	13	13	13
新三板挂牌	4	1	1	2
券商评级	A	A	A	A

数据来源：证监会，西南证券整理

2.1 经纪业务——机构客户占比提升，市场份额保持平稳

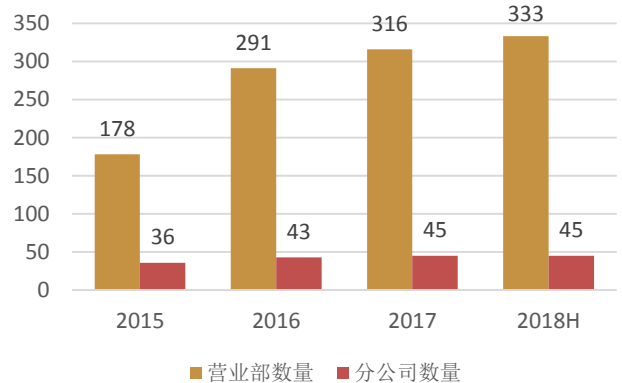
安信证券具有广阔的销售网络和丰富的客源基础。截止到 2018 年上半年，安信证券在全国拥有 45 家分公司和 333 家营业部，覆盖东、中部全部省份和部分西部省区。同时，公司积极依靠互联网、大数据技术拓展服务范围，通过精准营销模式扩大客源基础。公司发挥主动投研能力较强的优势，强化获客能力，聚焦机构客户拓展。截止到 2018 年上半年，公司经纪业务部门中的机构客户资产占比达到 31.6%，较 2015 年大幅提升 13 个百分点，超出行业平均水平。机构客户占比的提升不仅提升了公司经纪业务费率水平和佣金收入，还为公司的信用业务、投行业务、资管业务拓展业务提供了丰富的客源基础。

图 7：公司代理买卖证券款客户情况（单位：亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

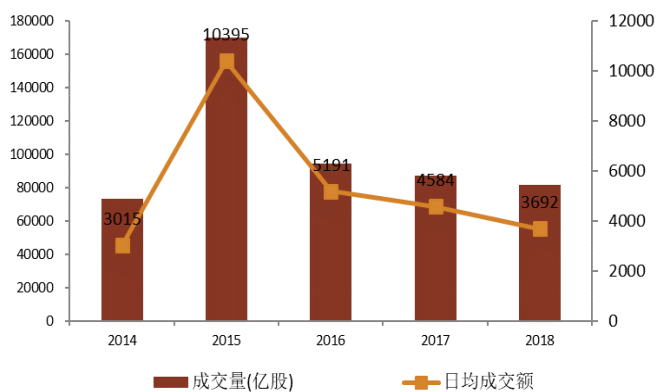
图 8：安信证券营销网点持续扩张（单位：个）



数据来源：公司公告，西南证券整理

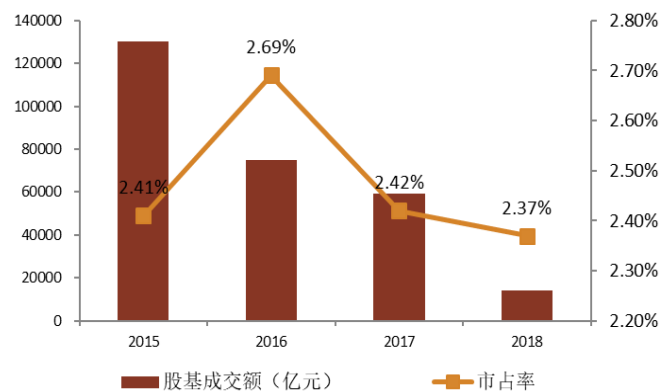
2018 年资本市场行情低迷，成交量能较为清淡。全年日均成交额仅为 3689 亿元，较 2017 年的日均 4580 亿元下滑约 19.5%。与此同时，行业佣金费率在激烈的市场竞争和互联网金融科技的广泛应用下也在逐年下降。据中证协统计数据显示，2014 年行业平均净佣金率为万分之 7.54，而 2018 年底的市场平均佣金率已经降至万分之 3 左右。在行业普遍降佣的大背景影响下，安信证券 2018 年佣金费率虽然也小幅下降，但凭借客户结构和投研能力优势仍保持高于行业水平，目前仍维持在万分之五左右。公司股票成交额稳定在市场第 14 位，虽然股基成交额市占率小幅下滑至 2.37%，但是股票交易量的市占率由 2017 年底的 2.26% 上升至 2018 年底的 2.34%，整体份额保持平稳。

图 9：近五年券商股基成交额变动趋势（单位：亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

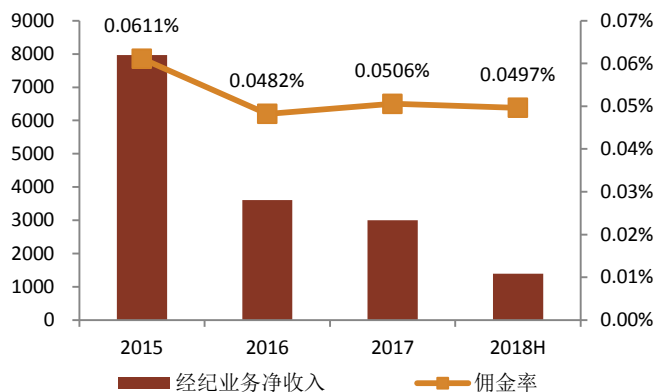
图 10：公司股票成交量及市场份额变化



数据来源：wind，西南证券整理

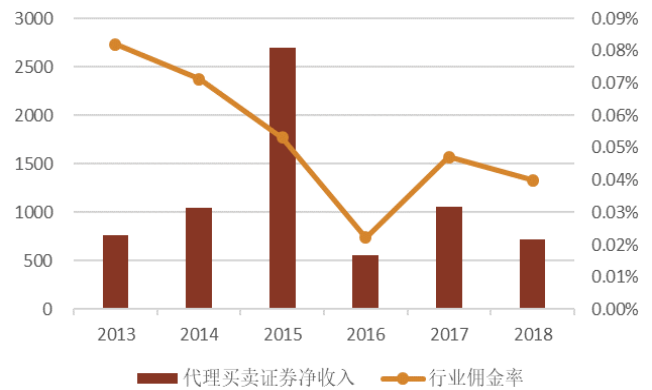
我们认为随着 2019 年市场成交量能企稳，当前的佣金费率水平距离券商经纪业务佣金成本线的空间已经不大，预计未来佣金费率的降幅将逐步收窄。此外，随着各家券商向财富管理转型，不断提高综合服务能力，佣金率在 2019 年下半年或将触底反弹。经纪业务作为安信证券的传统优势部门，有望依托广阔的营销网络和强大的机构客户基础，实现经纪业务收入和市场份额的双升。

图 11：公司经纪业务收入及佣金率变化情况（单位：亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：行业经纪业务收入及佣金率变化情况（单位：亿元）



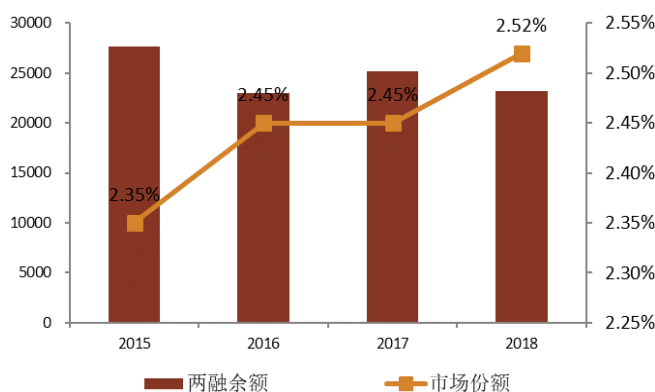
数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2 信用业务——整体规模平稳，风控能力突出

信用业务一直是券商机构的重要盈利来源之一。在 2018 年的资本市场行情震荡影响下，市场成交量能低迷，行业两融余额总量呈现萎缩态势，全年日均余额 9131 亿元，同比下降 2.5%；股票质押规模持续萎缩，2018 年末待回购金额 11659.13 亿元，较 2017 年末减少 25.27%，股票质押风险有所抬升。

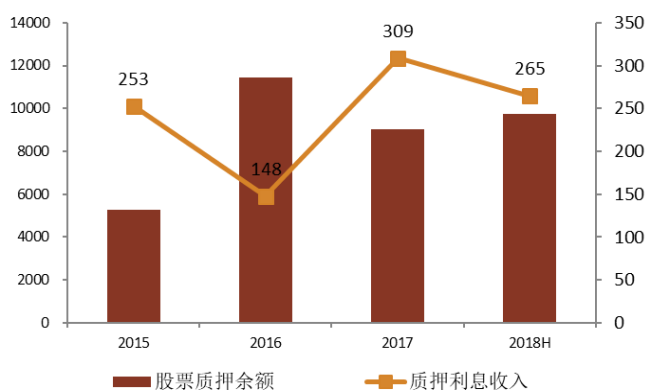
安信证券近年积极稳步推进融资类业务发展，两融余额总体规模保持平稳，2018 年上半年规模达到 232 亿元，市场份额进一步提升 7BP 至 2.52%，市场排名 13 位，与去年持平。在两融市场规模萎缩的大环境下，公司积极开拓港股融资业务，安信国际两融余额达到 7.41 亿元，同比增长 70.43%，保持了较快增长趋势。在股票质押方面，公司 2018 年根据市场行情变化积极调整优化股票质押业务服务方案、明确融资类业务定价、推进高净值及机构客户服务，上半年股票质押余额达到 97.48 亿元，同比增长 13.6%；股票质押回购利息收入 2.65 亿元，同比增长逾两倍。

图 13：公司融资融券余额变化情况（单位：百万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 14：公司股票质押回购业务规模持续提升（单位：百万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

按照 2017 年中证协发布的《证券公司股票质押式回购交易业务风险管理指引（试行）》中，规定按照分类监管原则对证券公司自有资金参与股票质押回购交易业务融资规模进行控制，即分类评价结果为 A 类的证券公司，自有资金融资余额不得超过公司净资本的 150%；分类评价结果为 B 类的证券公司，自有资金融资余额不得超过公司净资本的 100%；分类评价结果为 C 类及以下的证券公司，自有资金融资余额不得超过公司净资本的 50%。考虑到安信证券资本实力雄厚，总资本和净资本多年来都位居行业上游，且券商评级连续多年保持 A 级及以上，未来在质押式回购业务上发展空间广阔。我们预计在 2019 年在市场交投活跃的预期下，公司有望进一步发挥机构客户业务优势，提升信用业务市场占比，拓宽盈利来源。

表 3：2018 年券商股票质押排名情况

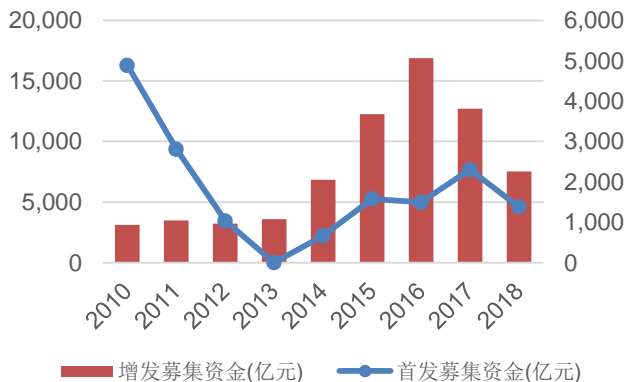
序号	券商名称	交易次数	交易股份参考市值（百万元）
1	申万宏源证券	816,031	69,009
2	海通证券	733,265	63,620
3	华泰证券	1,133,453	59,795
4	国投资本	657,985	53,492
5	中国银河证券	447,274	53,402
11	光大证券	289,488	28,163
12	平安证券	177,364	23,075
13	兴业证券	268,231	21,925
14	安信证券	182,195	19,023
15	中金公司	275,390	16,379

数据来源：wind，西南证券整理

2.3 投行业务——深耕机构客户，加快促进转型

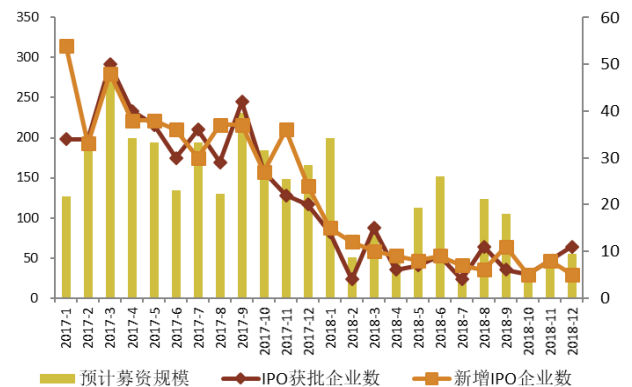
2018 年证券行业投行业务整体表现低迷，以 IPO 为代表的首发融资审核逐渐趋严，2018 年共有 185 家公司踏进了发审会的“考场”，其中仅 111 家顺利过会，过会率约 60%，相比 2017 年全年 479 家“批量审核”的数量，过会率下降了约 20%。全年 IPO 融资规模大幅下跌 40%至 1378 亿元；而以定增为代表的再融资规模收到减持新规影响，全年融资规模下滑 41%至 7524 亿元。受股权融资市场低迷以及 IPO 过会率大幅下降，安信证券投行业务在经历 2016 年和 2017 年高速增长和释放后，2018 年上半年，投行业务收入出现明显下滑，实现营业收入总收入 2.40 亿元，同比下降 64.78%，成为拖累 2018 年业绩增长的重要因素。

图 15: 行业股权融资规模



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 16: 2018 年券商 IPO 审批情况 (单位: 亿元)

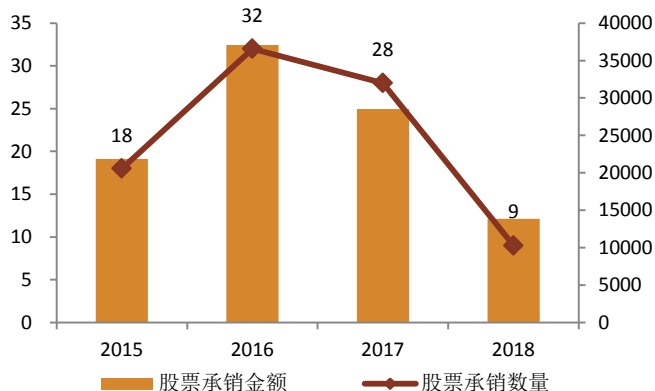


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

团队建设和项目储备是公司投行业务的实力所在。安信证券作为机构业务优势券商, 先后为数百家境内外客户提供了 IPO、再融资、并购重组、债券承销、财务顾问等专业服务, 形成挂牌、融资、并购、做市交易、转板等较为完善的业务链条, 积累了优质的客户资源, 赢得了客户的认可, 在中小企业服务方面确立了竞争优势。

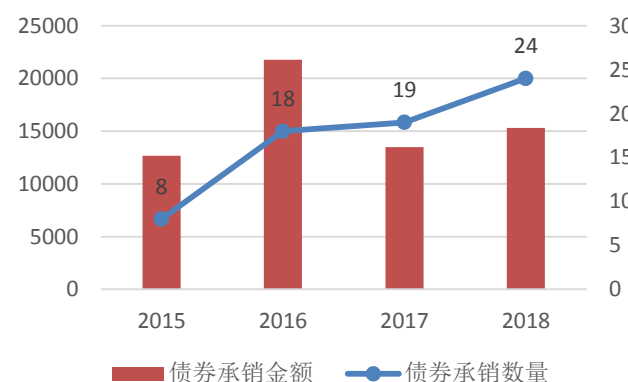
2018 年安信证券提出向交易型投行转型, 在巩固传统行业机构客户优势的基础上, 加强项目开发和储备, 加快成熟项目的申报进度, 深挖多年积累的上市公司及新三板公司客户资源, 推动收入结构多元化。目前, 公司投行团队中, 保荐代表人数量达到 150 人, 较 2015 年增长近一倍。最近三年累计承销股权融资数量达到 69 家, 融资规模达到 794 亿元。截至 2019 年 2 月, 据 Wind 数据显示, 安信证券 IPO 项目储备为 50 单。其中, 已反馈和已预披露更新 IPO 数量共 3 单, 辅导备案登记受理数量 47 单, 总量排名行业第 14 位。债券主承销金额达到 153 亿元, 同比增长 13.5%, 排名由 2017 年的第 73 位上升至第 24 位。

图 17: 安信证券历年股权承销情况 (单位: 亿元, 只)



数据来源: wind, 西南证券整理

图 18: 安信证券债券募资规模和数量 (单位: 亿元, 只)



数据来源: wind, 西南证券整理

安信证券在机构客户尤其是中小企业客户方面的服务优势更多体现在新三板挂牌市场当中。截止到 2019 年 2 月份, 安信证券新三板累计挂牌项目为 665 家, 在券商机构当中排名第二, 积累了丰富的中小企业服务经验。随着科创板政策落地, 除了新挖掘项目之外, 对于已挂牌新三板的企业来说, 未来通过转板科创上市来提升企业融资能力和估值水平的诉求也将日益强烈, 可以为科创板市场输送一批优质的科创企业资源。安信证券未来有望凭借

公司在新三板市场当中积累的中小企业服务经验和承销合作关系，再加上公司控股股东国投集团的优质投资平台在科创板市场当中占据相对优势地位，充分享受政策红利，推动投行业绩持续提升。

表 4：安信证券新三板挂牌项目数量及企业经营状况

排名	主办券商	挂牌家数	营业收入均值(万元)
1	申万宏源证券	687	19,034.42
2	安信证券	665	20,543.66
3	中泰证券	519	18,325.33
4	中信建投	428	29,686.54
5	东吴证券	411	12,058.98
6	招商证券	369	26,667.14
7	长江证券	356	16,475.93
8	东北证券	346	14,891.66
9	兴业证券	337	11,461.44

数据来源：wind，西南证券整理

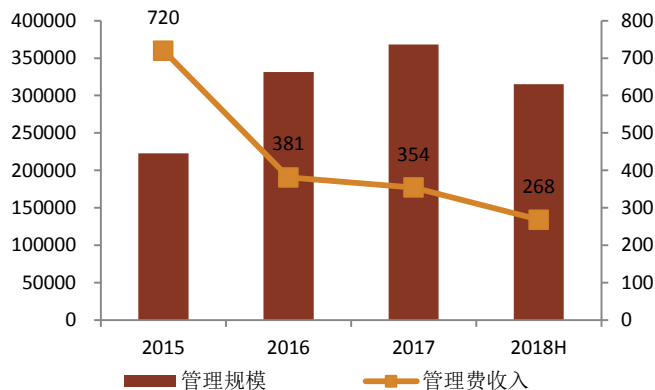
2.4 资管业务——规模保持平稳，主动管理占比提升

2018 年 4 月，监管层发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》即“资管新规”，明确资管产品的定位，推动产品向净值管理转型，提高投资者准入门槛，同时对委外理财做出了规范。同年 7 月又发布了资管新规配套实施细则，对资管新规的操作性问题做了进一步明确，资管新规中打破刚兑、消除嵌套、统一监管等原则并未改变，但在非标投资、压缩节奏、计价方式等方面有所放宽。对券商资产管理业务来说，从前宽松的监管环境不复存在，资管行业整体迎来被动转型期。

根据协会数据，2018 年三季度证券公司资管业务规模为 14.18 万亿元，其中集合资管计划规模达到 1.9 万亿元，占比为 13.6%；定向资管业务规模为 11.85 万亿元，占比达到 83.6%。在行业资管新规的影响下，自 2017 年下半年开始证券行业去通道力度加大，公司的资管业务也在按照新规要求落实业务整改和规范，不断提升产品研发能力、优化现有存量产品。

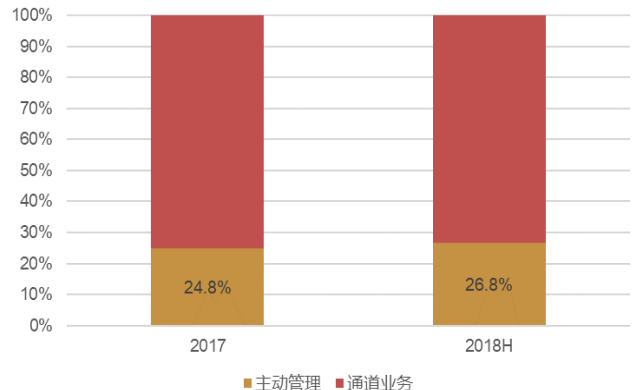
根据协会数据显示，2018 年安信证券资管业务规模达到 3159 亿元，排名行业第九位。其中，月均主动管理规模为 848 亿元，占比达到 26.8%，同比提升 2 个百分点。2019 年公司还将继续发挥主动管理优势，积极覆盖银行、央企财务公司、信托公司及私募基金等机构，将成立资产管理子公司和申请公募基金业务资格作为优先发展战略，提升资产管理业务核心竞争力。

图 19: 公司资产管理收入及规模变化情况 (单位: 百万元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 20: 公司主动管理规模占比持续提升



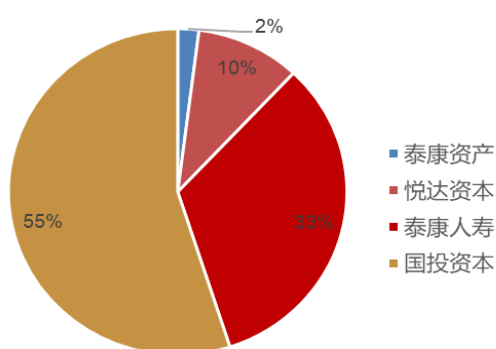
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3 其他板块

3.1 国投泰康信托——借助股东优势资源，打造国内精品信托

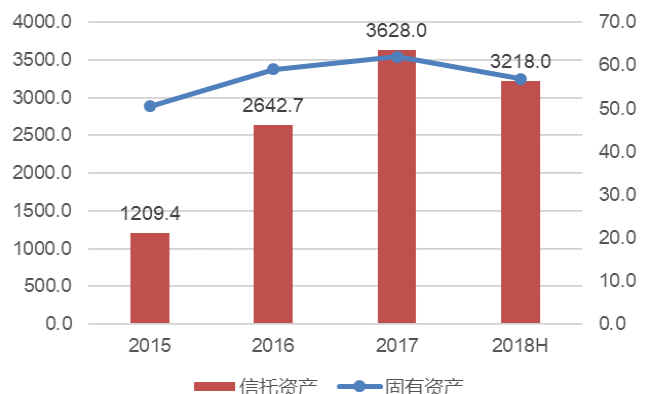
国投信托成立于 1986 年 6 月，是经中国人民银行总行批准设立的非银行金融机构，公司主要开展信托、公司理财、固有财产投资等业务。国投信托以高端理财业务为核心，不断研发和创新信托产品，已建立起证券投资类信托、银行信贷资产类信托、黄金投资类信托等成熟产品体系。公司于 2015 年 1 月引入泰康人寿等战略投资者。增资完成后，国投信托的注册资本由 12.048 亿元增加至 21.905 亿元，净资产突破 40 亿元，可支持信托资产规模达到 3500 亿元，公司名称将由“国投信托”变更为“国投泰康信托”，泰康人寿、泰康资产合计持股 35%。

图 21: 国投泰康信托股东结构关系



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

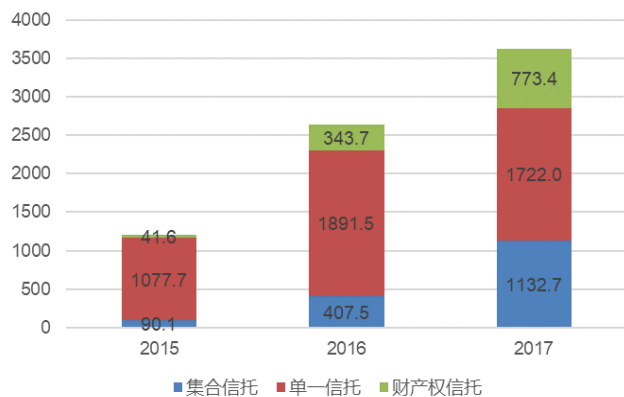
图 22: 公司信托资产变化情况 (单位: 亿元)



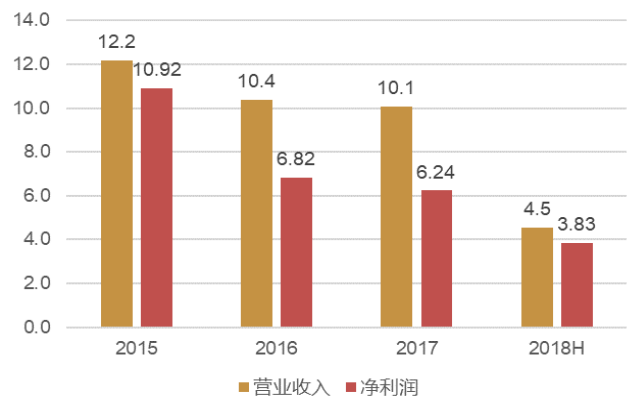
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

在近年来的发展过程中，公司依托股东国投集团和泰康人寿的优势资源，紧贴市场，打造出实业投行、资产管理、财富管理三大业务板块。其中，资产管理部分包括了证券投资、股权投资、固定收益、不动产投资等；财富管理部分涵盖了个人/机构理财、家族信托、境外配置等；投行服务涉及到股本融资、债务融资、资产证券化、同业合作等，这些都给客户带

来了极大的便利,为客户提供一站式金融服务。公司走出一条市场化、专业化、特色化、国际化的发展道路,实现了公司的中高速发展和中高端转型。自 2015 年起,信托业务规模和信托业务收入都增长迅速。其中,国投泰康信托管理的信托资产从 2015 年的 1209.4 亿元迅速增加到 2017 年的 3628 亿元,年化复合增速达到 73%。2018 年虽然受到行业资管新规约束,信托资产规模有所滑坡,但整体规模仍保持在 3218 亿元,为业绩增长奠定资产基础。

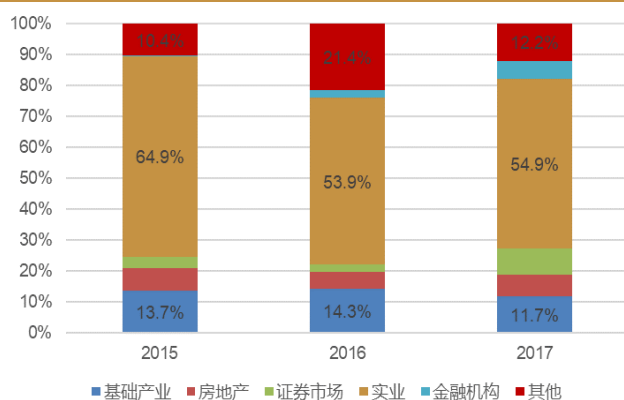
图 23: 国投泰康信托分类占比情况 (单位: 亿元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

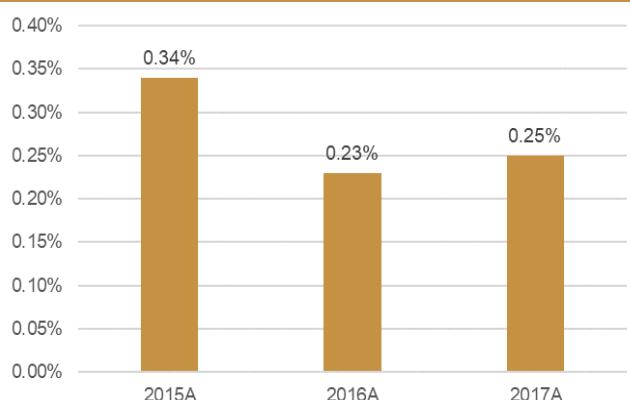
图 24: 国投泰康信托营收净利增长情况 (单位: 亿元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

依托股东泰康资产的主动投研优势,国投泰康信托近几年主动管理规模持续提升。集合信托规模由最初的 90.1 亿元提高到 2018 年上半年的 1180 亿元,在信托资产当中的占比也由 2015 年的 7.5% 提升到 2018 年的 36.7%。得益于主动管理规模占比持续提升,国投泰康信托近几年的经营业绩在资本市场大幅波动、金融强监管政策延续的背景下保持了稳定态势。在经历了两年时间转型,2018 年上半年国投泰康信托实现营业收入 4.5 亿元,同比增长了 28%,利润总额 3.84 亿元,同比大增 33.4%。据中国货币网数据显示,2018 年上半年 62 家信托公司中,国投泰康信托营业收入排名第 36 名(同比提升 6 名),净利润排名第 29 名(同比提升 12 名)。

图 25: 国投泰康信托资产结构情况 (单位: 亿元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 26: 国投泰康信托报酬率变化情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

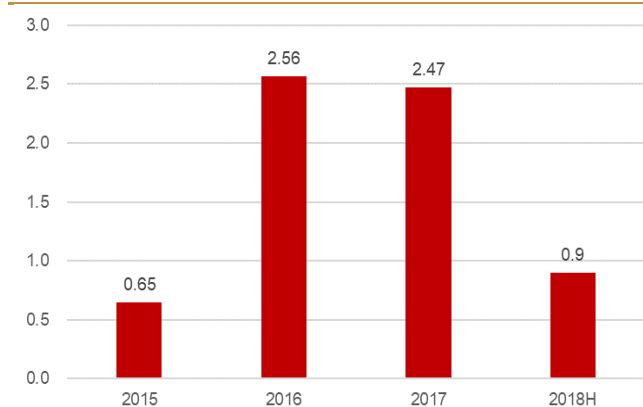
在提升主动管理规模的同时,国投泰康信托的信托资产投向仍然主要集中在实业,2017 年,实业占整个受托管理资产的 54.9%,基础行业占比保持稳定,证券市场、金融机构和房地产行业都有小幅增加。在 2016 年的资本市场波动行情中,国投泰康信托的信托报酬率虽

然有所回落，但随着 2017 年资本市场行情回暖，信托报酬率企稳回升迹象明显。未来，国投泰康信托还积极拓展 ABS、FOF 等新产品，拓展更多盈利来源。

3.2 国投瑞银基金——强化主动开发，布局多元产品线

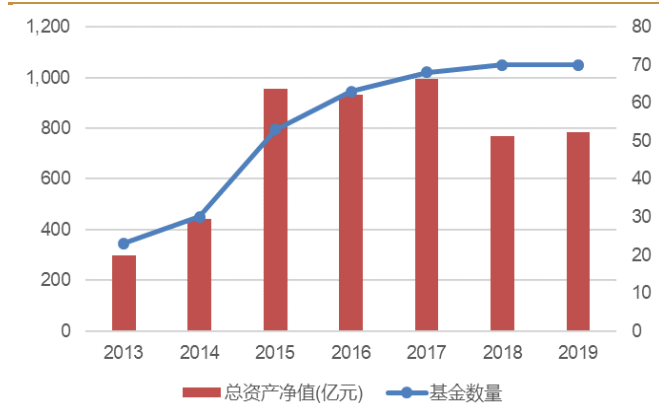
国投瑞银基金成立于 2005 年 6 月，股东国投泰康信托和瑞银集团分别持股 51% 和 49%。作为国内第一家外资持股比例达到 49% 的合资基金公司，国投瑞银基金子成立之初便展现了较强的综合实力，业务范围涵盖公募基金、专户产品、专项资产管理，并已获得 QDII、RQFII、QFII、QDIE 等业务资格。根据银河证券数据，截至 2018 年底，公司共管理 70 只公募基金，规模 772.52 亿元人民币，业内排名 40/131，非货币基金规模 394.31 亿元，业内排名 37/131。公司管理各类资产规模合计约 1347.00 亿元（含公募、专户、香港子公司、专户子公司）。

图 27：国投瑞银基金业绩经营情况（单位：亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 28：国投瑞银基金公募管理数量及规模



数据来源：公司公告，西南证券整理

国投瑞银基金近年资产管理规模受市场情绪悲观，监管政策趋严以及产品结构持续调整等因素共同影响，多只保本、新股策略等混合基金陆续到期转型，规模流出较大；而专户子公司在金融去杠杆政策影响下，基本停止开发通道类产品，强化了主动管理产品的开发。截止到 2018 年上半年，公司实现营业收入 3.23 亿元，同比下降 21.8%；实现净利润 0.9 亿元，同比下降 19.2%。后续公司将继续以投研为根基，通过新发产品、持续营销等策略性经营，保持非货币基金规模的基本稳定。同时，公司还将按照现有优势、配置工具、量化策略、另类资产和交易机会等 5 个战略方向开发并布局产品线，明确权益、量化和绝对收益理念产品为未来关键领域。

4 盈利预测与估值

4.1 主营业务盈利预测

关于未来公司成长,我们认为主要有以下驱动力:其一,公司背靠国投集团,金融资源和产业资源极为丰富,内部协同发展优势明显。公司多项经营指标位居行业前列,风控能力突出,券商评级连续 10 年保持 A 级及以上,政策约束较小。其二,公司深耕机构客户群体,业务粘性较大,在中小企业服务方面积累了丰富的项目经验,在项目储备和队伍建设方面占据相对优势,有望在大限度分享政策红利。其三,公司投研能力突出,涉及主动管理的自营、资管、信托、基金等业务板块在市场环境好转的预期下有望优先受益。综上所述,我们对 2018-2020 年的公司主营业务做出如下预测:

- (1) 市场成交量能企稳回升。市场日均成交金额 2018-2020 年增速分别为 25%、10%、10%,公司市场份额稳定在 2.3%水平不变;
- (2) 融资融券业务回暖。2018-2020 年市场利率维持现有水平的基础上,两融余额增速均为 5%;股票质押+约定回购规模增速保持 10%增长;
- (3) 投行业务大幅提升。在政策支持直接融资以及科创板落地的利好催化下,公司 2018-2020 年投行业务触底回升。股权融资规模年化复合增速 9%,债券融资规模年化复合增速 15%;
- (4) 投资收益稳健增长。在中长期利率水平维持稳中有降的趋势判断下,预计股债、市场行情在未来三年偏暖,公司未来投资净收益有望保持 16%的年化复合增长率;
- (5) 公司信托和基金业务受市场行情回暖以及监管政策边际宽松影响,业绩企稳回升,未来三年营业收入保持年化复合增速 8%。

表 5: 国投资本分项业务盈利预测 (单位: 百万元)

分项收入		2017A	2018E	2019E	2020E
经纪业务	经纪业务收入	3,704	2,681	3,093	3,402
	市占率	2.42%	2.30%	2.30%	2.30%
	日均成交额	458,026	368,931	459,273	505,200
融资融券业务	两融业务收入	2,137	2,022	2,109	2,233
	两融余额	936,378	913,102	958,757	1,006,695
	股票质押回购	9,013	9,748	10,723	11,795
资产管理业务	资管业务收入	1,823	1,858	2,019	2,209
投资银行业务	投行业务收入	1,365	556	1,261	1,552
	股权融资	37,182	13,832	30,261	43,145
	债券融资	13,480	15,305	17,601	20,241
自营业务	自营业务收入	313	266	293	322
其他主营业务	其他主营收入	982	1,026	1,129	1,242
合计收入		10,324	8,409	9,780	11,004

数据来源: wind、西南证券

4.2 相对估值法

由于券商的高业绩弹性，用绝对收益法难以体现公司真实投资价值，所以我们采用相对估值法对国投资本进行估值。首先从公司历史估值水平来看，2016 年至今公司 PB 均值为 1.80 倍，当前公司的 PB 倍数为 1.5 倍，处于历史均值下方，在当前的市场环境下，券商业绩和估值修复空间明显提升，公司作为券商业务为主导的国企金控平台，业务协同优势不断凸显，其估值仍有很大的溢价空间。

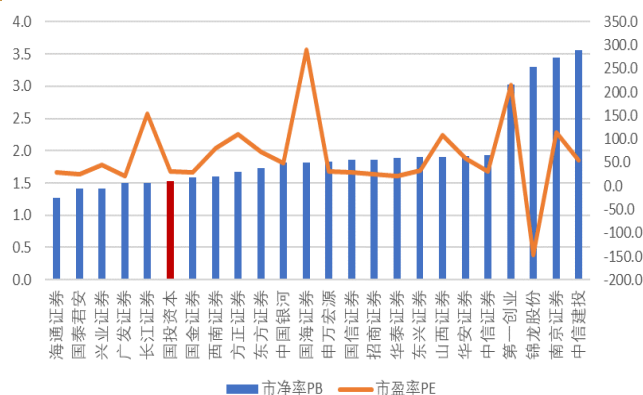
其次，从同行业对此来看，当前券商板块的平均市净率为 1.94 倍，而国投资本估值水平显著低于行业平均水平，安全边际较高，投资价值明显；除此，上市券商的 PE 均值为 61 倍，而国投资本仅为 32 倍，同样低于行业均值。

图 29：最近三年国投资本市净率变化情况



数据来源：wind，西南证券整理

图 30：上市券商估值水平横向对比



数据来源：wind，西南证券整理

根据营业收入假设增长情况，我们预测 2018 年至 2020 年国投资本的归母净利润复合增长率为 27%，基本每股收益分别为 0.35 元、0.45 元和 0.57 元。当前公司 PB 1.5X，从中长期来看向上空间巨大。考虑未来市场氛围转好，成交量能大概率企稳回升，而在科创板规则正式落地后，相关券商投行业务部门将直接受益。而公司深耕机构业务市场多年，积累了丰富的中小企业服务经验，同时背靠国投集团的雄厚股东背景，项目资源储蓄丰富，有望直接受益政策红利，突破估值中枢。我们给予公司 2019 年 2.0 倍 PB 估值，对应目标价格为 18.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。

5 风险提示

股市波动风险；券商减值计提或超预期；资本市场改革政策推进或不达预期；合规风控风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
一、营业总收入	10333.86	8409.11	9780.48	11003.61	货币资金	35077.76	40339.42	43566.57	47051.90
证券业务	10324.61	8409.11	7221.22	7844.34	结算备付金	10791.94	14598.02	17387.50	18260.01
经纪业务	3704.00	2680.54	3092.93	3402.22	以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	29300.55	40398.49	41137.61	44930.68
融资融券业务	2136.50	2022.28	2109.20	2233.37	衍生金融资产	46.20	100.04	159.75	101.66
资产管理业务	1823.29	1858.02	2019.10	2208.75	应收票据及应收账款	493.86	447.20	478.43	515.34
投资银行业务	1365.00	556.04	1137.81	1595.67	预付款项	146.37	371.61	408.77	449.65
自营业务	313.06	266.10	292.71	321.98	融出资金	25511.98	26625.70	27956.99	29883.11
其他主营业务	982.41	1026.13	1128.74	1241.61	存出保证金	1881.42	1843.51	222.79	226.88
其他业务	9.25	0.00	0.00	0.00	应收利息	1362.25	1426.16	1532.97	1604.27
二、营业总成本	8319.35	8667.66	9786.77	10427.64	其他应收款	2169.06	2172.54	2215.99	2260.31
证券业务	4127.52	3921.14	4705.37	4940.64	买入返售金融资产	12028.60	13231.46	14554.61	16010.07
经纪业务	709.77	1097.92	1113.63	1187.38	存货	195.02	181.42	199.56	219.52
融资融券业务	1198.66	1176.34	1464.16	1501.88	可供出售金融资产	14787.09	16294.93	16596.38	17690.33
资产管理业务	671.86	328.15	455.35	510.92	持有至到期投资	152.68	83.97	102.87	115.72
投资银行业务	31.77	28.46	34.78	36.55	长期股权投资	1911.59	1917.05	1778.57	2024.65
自营业务	827.92	774.62	963.83	996.52	投资性房地产	63.54	61.65	76.77	75.21
其他主营业务	687.52	561.53	701.15	741.11	固定资产	292.65	297.54	315.32	334.04
其他业务	-3472.95	-3820.25	-4011.26	-4412.38	在建工程	243.30	308.77	339.65	373.62
税金及附加	61.33	211.59	183.81	186.90	无形资产	676.93	787.14	821.20	857.23
销售费用	0.00	0.00	0.24	0.23	商誉	4627.96	4627.96	4627.96	4627.96
管理费用	4277.29	4678.62	4970.35	5480.29	长期待摊费用	85.41	75.97	83.56	91.92
财务费用	223.79	181.79	199.97	219.97	资产总计	142404.40	159912.18	175259.85	188426.36
资产减值损失	315.85	347.44	248.53	268.74	短期借款	1858.16	1619.31	1700.28	1785.29
其他业务成本(金融类)	2786.52	3147.32	3489.77	3743.26	拆入资金	6100.00	8500.00	8500.00	8500.00
利息支出	2114.92	2683.44	2979.50	3181.96	以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	200.25	40.46	80.92	161.85
手续费及佣金支出	671.60	463.88	510.27	561.29	应付账款	120.37	119.31	114.35	111.34
加：其他收益	27.92	49.16	54.08	59.48	预收款项	108.38	332.73	366.01	402.61
投资净收益	2023.53	2838.87	3007.52	3136.84	卖出回购金融资产	17701.58	18586.66	20445.32	21467.59
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	99.68	62.17	74.60	89.52	应付职工薪酬	2068.42	2514.58	2685.56	2904.06
公允价值变动净收益	-81.44	-252.71	-116.71	-194.93	应交税费	451.95	312.70	627.56	560.70
资产处置收益	-0.62	-0.59	0.00	0.00	应付利息	613.32	715.63	840.04	881.41
汇兑净收益	12.44	8.21	6.67	7.83	其他应付款	11934.46	13951.47	15346.62	16113.95
营业利润	3996.34	2446.56	3019.86	3674.71	应付短期融资款	2643.51	7144.45	7858.90	8644.78
加：营业外收入	36.98	12.01	50.09	40.55	代理买卖证券款	34951.18	38446.30	44213.24	48634.57
减：营业外支出	12.69	8.15	10.45	9.57	其他流动负债	60.09	65.76	72.33	79.57
其中：非流动资产处置净损失	0.00	0.00	0.00	0.00	流动负债合计	84618.88	92352.78	102854.90	110251.86
利润总额	4020.62	2450.42	3059.49	3705.69	长期借款	5564.90	6308.22	6939.04	7632.94
减：所得税	992.88	798.87	929.15	1045.34	应付债券	12799.74	20799.76	22217.10	25083.00
净利润	3027.74	1651.55	2130.34	2660.35	负债合计	103015.98	119490.77	132043.39	143002.72
持续经营净利润	3027.74	1306.12	0.00	0.00	实收资本(或股本)	4227.13	4227.13	4227.13	4227.13
减：少数股东损益	438.05	208.24	0.00	0.00	资本公积	20693.11	20693.11	20693.11	20693.11
归属于母公司所有者的净利润	2589.69	1486.40	1917.31	2394.32	其它综合收益	133.86	-400.00	525.00	430.00
加：其他综合收益	313.83	-504.80	-165.89	-260.07	盈余公积金	353.00	435.57	542.09	675.11
基本每股收益	0.61	0.35	0.45	0.57	一般风险准备	2471.20	2575.25	2788.29	3054.32
加权平均净资产收益率	7.13%	4.01%	4.83%	5.73%	未分配利润	8440.01	9574.63	10959.35	12688.58
每股净资产	8.59	8.78	9.40	9.88	归属于母公司所有者权益合计	36318.31	37105.69	39734.96	41768.25
PE	21.63	37.68	29.21	23.39	少数股东权益	3070.10	3315.71	3481.50	3655.57
PB	1.54	1.51	1.41	1.34	所有者权益合计	39388.42	40421.40	43216.46	45423.82

数据来源：Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄(广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn